

经济责任审计、代理成本与国有企业现金持有

程博, 蔡云霏

(南京审计大学 会计学院, 江苏 南京 211815)

摘要: 经济责任审计紧扣国有资产的管理、分配和使用, 强化对权力运行的制约和监督, 对督促国有企业领导人员规范权力行使、发挥国家审计治理功能具有重大意义。文章以2019年《经济责任审计新规》的实施为准自然实验, 利用2016—2021年中国沪深A股上市公司的数据, 考察了经济责任审计对国有企业现金持有的影响、作用机制及其经济后果。实证结果表明, 《经济责任审计新规》实施之后的国有企业现金持有水平平均降低了16.07%。进一步检验发现, 经济责任审计通过降低代理成本进而减少现金持有, 并最终提升公司价值。横截面检验发现, 当企业机构投资者持股比例高、外部审计质量高、管理层晋升动机强时, 经济责任审计与国有企业现金持有水平的负相关关系更为明显。文章提供了经济责任审计与国有企业现金持有水平之间因果关系的经验证据, 对探究国有企业治理问题, 实现国有资产保值增值、提质增效具有一定的启示意义。

关键词: 经济责任审计; 现金持有; 代理成本; 公司价值

中图分类号: F275 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2024)05-0107-15

一、引言

合理地配置现金是企业重要的财务决策, 一定程度上反映了企业的经营水平与风险管控能力, 并最终影响企业价值。近年来, 上市企业现金持有水平明显上升, 但超额持有现金可能会损害企业价值。一方面, 现金作为获利能力较弱的一项资产, 持有过多现金会使企业错失潜在投资回报并产生机会成本, 进而降低企业获利能力与现金边际持有价值(董红杰和王聪聪, 2024); 另一方面, 由于委托人与受托人之间存在信息不对称、不完备合约、激励不相容与环境不确定性, 代理人可能出现机会主义行为, 为管理层在职消费、滥用公款等自利行为提供了便利, 进而造成现金的无效耗散而有损现金持有价值(Jensen, 1986)。因此, 探究如何抑制国有企业代理行为来降低企业现金持有水平, 进而提高资金使用效率和更好地进行价值创造, 对于推动国有企业实现高质量发展具有重要的现实意义。

国有企业作为建设社会主义现代化国家的主要力量, 是推动经济高质量发展的主力军。我国国有资产属于全体人民, 国有企业管理层所拥有的资产支配力本质是受人民之托行使资产管理经营权, 为了防止国有企业领导人员拥有的公共权力异化, 必须对其进行监督、制衡与问责。因此, 国有企业历来是国家审计机关的重点审计对象之一。习近平总书记在中央全面深化

收稿日期: 2024-05-20

基金项目: 国家社会科学基金一般项目“世界百年未有之大变局下供应链中断的财务影响及其资本市场效应研究”(21BGL008); 江苏高校优势学科建设工程资助项目“工商管理”(PAPD)。

作者简介: 程博(1975—), 男, 陕西平利人, 南京审计大学会计学院教授、硕士生导师(通讯作者); 蔡云霏(2002—), 女, 江苏淮安人, 南京审计大学会计学院硕士研究生。

改革委员会会议上提出我国应推进“建设清正廉洁的国有企业领导人员”“防止国有资产流失”以提高国有资本配置和监管效率。然而,较长的管理链条与较重的政策性负担等问题强化了国有企业高管的权力,加重了国有企业的委托代理问题,为国有企业领导人员不作为、慢作为、假作为等危害国有资本的行为提供了可能性(应千伟等,2020)。经济责任审计作为一种具有中国特色的权力制约与监督制度,通过对国有企业领导人员的经济责任履行情况进行监督,有效发挥审计“免疫系统”功能,能够监控公共经济权力的运用,揭示惩处腐败人员,在国有企业治理中扮演越来越重要的角色,对抑制管理层逆向选择与道德风险行为具有预防与制约作用(蔡春等,2020)。党的十八大以来,党中央更加重视审计在治国理政中的位置,不断实行审计管理体制改革,推动审计体制实现系统性、整体性重构。为响应国家政策号召,2019年7月中共中央办公厅、国务院办公厅深入贯彻落实党的十八大精神,印发了《党政主要领导干部和国有企事业单位主要领导干部经济责任审计规定》(以下简称《经济责任审计新规》),在审计内容、指导思想、结果运用等方面进行完善与修订,强化了对领导干部行使公共权力的制约和监督,从源头上防治公共权力滥用,为开展新时代经济责任审计提供了根本遵循,对遏制腐败、促进廉政建设具有重要作用。

经济责任审计作为植根于我国审计实践的中国化的现代审计制度,目前理论界已广泛关注经济责任审计对国家治理水平的促进作用,主要围绕经济责任审计的内容(黄溶冰等,2010)、评价标准(韦小泉和王立彦,2015)和治理成效(张强,2020)等角度进行深入研究。胡智强和余冬梅(2018)回溯我国经济责任审计体制的演变过程,阐述了经济责任审计制度在调整对象、规范属性、法律效力等方面面临的困境及根本原因,并基于此探讨了经济责任审计的定位与规范重塑问题;吴勋和王雨晨(2016)通过细分经济责任审计功能,发现经济责任审计的预防功能才是防止由财政分权引发的腐败行为的关键;也有研究从环境治理视角出发,探讨经济责任审计对环境污染的监督功能,实证证明强化地方政府的环境保护责任是经济责任审计提高地方政府治理水平的重要途径(蔡春等,2020)。纵观现有文献,经济责任审计相关研究以规范分析为主,少有研究结合数据探讨经济责任审计作为一项国有资产(资本)监管体制与微观企业财务决策的关系。

因此,本文利用2019年《经济责任审计新规》颁布的背景,以企业现金持有决策作为切入点,采用双重差分模型探究经济责任审计对国有企业现金持有水平的影响。实证研究发现,经济责任审计显著降低了国有企业现金持有水平,即相比《经济责任审计新规》实施之前,国有企业在《经济责任审计新规》实施后现金持有水平平均降低了16.07%。在此基础上,本文借鉴已有研究做法(Fonseca, 2023; 陈胜蓝等, 2023),采用两阶段回归法识别经济责任审计对国有企业现金持有的作用机制与经济后果。机制分析结果表明,代理成本是经济责任审计影响国有企业现金持有水平的重要渠道。经济后果结果表明,经济责任审计显著提升国有企业公司价值,且发现降低现金持有水平是经济责任审计提升国有企业公司价值的一个重要渠道。异质性检验发现,经济责任审计对国有企业现金持有的抑制作用在机构投资者持股比例高、外部审计质量高、管理层政治晋升动机强的企业更为明显。为确保结果的稳健性,本文进行了一系列稳健性检验:第一,验证本文的双重差分模型在政策实施前是否具有共同趋势;第二,本文采用PSM-DID方法对控制组样本进行1:1和1:2可重复最近邻匹配;第三,通过随机化交互项的方式进行安慰剂检验;第四,改变被解释变量测量,重新对模型进行回归;第五,扩大样本期间至2015—2022年进行稳健性检验;第六,为识别经济责任审计对超额现金持有的影响,将超额现金持有水平作为被解释变量进行稳健性检验。

与以往文献相比,本文的研究贡献可能在于:第一,从经济责任审计视角入手,拓展了企业现金持有水平影响因素的研究。现金持有水平作为公司重要财务决策之一,是财务行为研究的热点话题,国内外学者从现金持有动机及影响因素方面展开了大量研究,从微观的公司治理(傅顺等,2023),再到中观的产业态势(杨兴全等,2016)及宏观的经济法律环境(程博等,2023)。现有文献虽然已关注国有企业混合所有制改革(杨兴全和尹兴强,2018)、国有资本经营预算实施(陈凌云等,2024)、国有企业高管政治晋升激励(钱爱民和张晨宇,2017)、央企集团控股股东董事会改革(秦帅等,2023)、业绩考核制度(杨兴全等,2020)、非国有股东超额委派董事(杨兴全和刘颖,2022)等治理因素对现金持有的影响,并从过度投资、融资约束、股利发放等角度探究代理问题对国有企业现金持有水平的影响,但尚未基于代理理论探索经济责任审计对企业现金持有的作用机制及经济后果。经济责任审计作为一项国家治理的重要工具,紧抓“领导干部”这一关键主体,聚焦经济责任事项,追根溯源领导干部“责任落实”情况,从而抑制由代理问题引发的国有企业管理层的持现动机,并最终有利于提升企业价值。本文以2019年《经济责任审计新规》的实施为切入点,证实了经济责任审计对企业现金持有的影响,发现经济责任审计在实现企业健康发展和经营性国有资产保值增值方面的微观治理效果,是对企业财务决策行为相关研究的补充与拓展。第二,丰富了经济责任审计经济后果领域的文献,现有文献虽然检验了经济责任审计在污染防治(蔡春等,2020)、促进财政支出配置效率(张阳等,2017)、防范腐败(吴勋和王雨晨,2016)、选拔任用领导干部(后小仙和赵中伟,2016)等方面的治理成效,但鲜有研究关注经济责任审计对国有企业财务决策的影响。本文利用《经济责任审计新规》这一外生冲击,证明了经济责任审计对于优化国有企业资源配置的重要意义,为经济责任审计推进国家治理体系和治理能力现代化提供了经验证据。第三,本文研究结果对全面深化国有资产(资本)监管、充分发挥审计的经济监督职能具有实践指导意义。本文发现经济责任审计作为国有企业监督与激励制度的补充,对国有企业公司治理制度与国有资产监管体制具有健全与完善作用,可以有效防止国有资产贬值与流失、遏制管理层权力寻租行为,明确了《经济责任审计新规》实施对提升国有企业运营效率的积极作用,为今后深化审计体制改革、健全国有企业监督体系提供经验参考和理论依据。

二、理论分析与研究假说

“现金为王”长期以来被视为企业资金管理的重要理念,现金作为企业流动性最高的资产,可以在企业面临经营风险时提供快速有效的流动性供给,增强防范“黑天鹅”事件的能力,是企业生存与发展不可或缺的“血液”(傅顺等,2023)。然而,在公司治理水平较低的公司中,现金的流动性又使其极易被管理层侵占与掏空,以致现金被异化为攫取私人收益的“隧道”并伴随着企业价值的降低(杨兴全等,2020)。因此,探究如何配置企业现金资源及其影响因素对优化资本配置、改善企业经营绩效具有重要意义。已有研究主要从企业自身财务特征与治理环境、外部环境等角度探索企业现金持有水平的影响因素,认为企业现金持有动机主要包括预防动机、交易动机、代理动机等(Dittmar等,2003),并采用内部资本市场理论、融资优序理论、资产组合理论、信息不对称理论等解释企业现金持有水平的变动情况。从公司内部治理机制出发,研究发现内部控制能降低企业的预防动机与代理动机引致的现金持有水平,且内部控制质量与企业现金持有水平与价值显著正相关(张会丽和吴有红,2014);Chen等(2020)指出,董事会独立性与两职分离等公司治理机制将抑制管理层持现动机与机会主义行为,进而减少企业持有现金。从公司外部治理机制出发,程博等(2023)研究得出我国司法环境改善可以优化营商环境,

通过缓解融资约束和降低代理成本两个渠道作用于现金持有决策;杨兴全等(2023)基于现金“耗散”假说,发现机构投资者网络可以减少过度投资与在职消费引发的现金无效损耗,进而提高企业现金持有水平,并通过优化国有资本布局结构、促进企业创新和提升公司价值。本文基于现有研究成果,将经济责任审计、代理成本、企业现金持有置于同一分析框架下,剖析了经济责任审计对国有企业现金持有的影响及作用机制,拓展了企业现金持有的影响因素研究。

根据交易对象的不同,现代企业委托代理关系可以分为有剩余索取权交易和无剩余所有权交易,国有企业作为我国经济发展的“顶梁柱”,其剩余索取权与最终控制权的分离程度最大,代理成本最高,代理人更有可能出于获取私人利益动机,储备超额现金,利用其自由裁量权谋取自身财富增加,背离委托人的利益而实施机会主义行为,主要表现为以下三点:其一,国有资本收益大多在“体内循环”以保证实现国有企业经营发展与配合政府承担政策性负担,资本内部配置与权责不清晰容易引发“搭便车效应”,诱发管理层道德风险,增加了管理层腐败的可能性,管理层可以假借“公益性支出”之名侵占企业现金、攫取个人私利,也可以持有大量现金用于关联交易、在职消费,随后再将经营亏损转嫁给政策性亏损,保证其侵占资金、转移利润行为难以被识别(牛彪和王建新,2022);其二,我国国有企业普遍存在“一股独大”与“所有者缺位”引致的“中国式”内部人控制问题,加大了所有者监督管理层的难度,高管实际上掌握了企业的控制权,集中的控制权为管理层干预公司现金持有决策、侵占公司利益提供了可能,管理层可以通过超额现金持有水平实现在职消费、关联交易等保证自身财富(郑志刚等,2021);其三,国有企业集团存在政府通过金字塔股权结构来控制国有企业的现象,较长的控制链可能造成信息扭曲,控制人难以对管理者进行有效的监督,进而隐藏了管理层的机会主义行为与掏空动机,为管理层自定薪酬或通过盈余管理获得高额薪酬提供了空间,增加了管理者代理问题(刘慧龙,2017)。治理条件弱化下的委托代理问题使得国有企业管理者倾向于持有大量现金以方便其实施利益侵占行为(Guney等,2007)。林毅夫和李志赞(2005)提出,相较于建立内部管理机制,国有企业外部治理机制的完善才是缓解代理问题的关键。因此,我国不断完善和优化国有资本外部监管体系来对国有企业管理层权力运行进行监督,以化解其道德风险与逆向选择、建设清正廉洁的国有企业领导人员队伍,经济责任审计就是应对管理层机会主义行为的重要制度设计之一。经济责任审计直接对领导干部执政效果与个人能力进行评价,实质上是一种对国有企业领导人员公共权力进行鉴证与监督的外部治理机制,势必会对国有企业现金持有水平产生影响。

根据审计需求的代理理论,经济责任审计可以通过鉴证管理层所提供的信息,从国有资产管理、经济政策落实、经济风险防控等方面评价领导干部履职情况,并直接检查其经济责任执行的效果和效率,以打破国有企业内外部信息壁垒,发现和阻止管理层机会主义行为,是一项能够缓解委托人与受托人之间的信息不对称分布状态、治理国有企业领导人员重大履职不力行为从而降低代理成本的制度安排(张阳等,2017)。因此本文预期,经济责任审计能有效抑制由代理问题引发的国有企业管理层的持现动机,通过减少代理成本这一渠道影响国有企业现金持有水平。首先,经济责任审计是国家治理体系的重要组成部分,通过鉴证与监控公共经济权力运行情况,以其强制力与震慑力防止权力滥用行为,可以降低企业代理成本。审计委员会办公室与审计机关在国务院总理领导下开展工作,依法对公共经济权力的行为人实施经济责任审计,任何组织和个人不得拒绝、阻碍、干涉,其监督权神圣不可侵犯,这保证了经济责任审计的独立性,使其具备高度的强制力与震慑力,缓解了审计机关在执行经济责任审计时被国有企业管理层收买以掩盖其利益侵占行为的可能性,对完善公共经济权力运行体系、抑制高管代

理问题具有重要意义。《经济责任审计新规》第四十一条规定国有企业领导人员在履行经济责任过程中因违反规定、疏于监管导致未及时发现和处理违法违规行为、不履行或者不正确履行职责,最终造成公共资金、国有资产、国有资源损失浪费等后果的,应当承担领导责任,经济责任审计通过对国有资金的全面评估,可以揭露并查处管理层权力滥用行为,促进公共经济权力健康运行,对潜在的违规行为起到威慑作用,这在一定程度上约束了国有企业内部人的利益攫取行为,缓解了国有企业的“内部人控制”问题。其次,《经济责任审计新规》修订通过关注任中审计与整改情况,提高了审计时效性,可以降低企业代理成本。《经济责任审计新规》第五条强调经济责任审计以任职期间审计为主,以任中审计为主的经济责任审计更具时效性,有助于国有企业现任管理者了解公司治理问题并作出及时的整改,同时有利于分清责任,抑制现任管理层侥幸心理,及时预防并纠正现任管理层代理行为(张强, 2020),进一步帮助企业减少管理层追求个人利益引致的利益侵占行为,从根本上促进干部廉洁勤政、合理使用资金。《经济责任审计新规》第十九条对国有企业领导人员的审计内容新增对以往审计发现问题的整改情况,审计人员可以及时加强跟踪督办,有利于加强问题整改情况,提升审计监督质效,在一定程度上强化了经济责任审计在国家治理中预防、揭示、抵御的免疫系统功能。基于此,本文提出如下研究假说:

H1:《经济责任审计新规》显著降低了国有企业现金持有水平;

H2:《经济责任审计新规》实施带来的代理成本减少能够进一步显著降低国有企业现金持有水平。

已有研究表明,与其他资产相比,较低的转化成本使得现金更易被自利的管理层操纵,成为其谋取私利的工具(伊志宏等, 2021)。当公司现金持有水平较高时,自利的管理层可能以损失股东价值最大化为代价实施利益侵占行为,市场对这类治理较差的企业会给予较低的定价,产生明显的负面价值效应,而有效的治理机制将缓解现金持有代理问题对企业价值的负面影响(叶建华和陈晓辉, 2023)。Dittmar和Mahrt-Smith(2007)通过比较治理不善公司与治理良好公司的现金持有价值,发现治理不善的公司中1美元的现金价值仅为0.42—0.88美元,但良好的公司治理却使其翻倍。经济责任审计作为一项重要的外部治理机制,可以完善国有企业管理者的监督与激励机制,提高企业治理能力,降低代理问题对企业价值的减损(张强, 2020)。因此本文预期经济责任审计不仅能通过降低代理成本进而减少现金持有水平,而且由于公司治理机制的完善,这种对现金持有的负向影响将提升企业价值。经济责任审计可以完善国有企业监督机制,《经济责任审计新规》第十一条指出审计部门可以通过审计联席会议制度,与检察机关、金融监督管理部门等进行合作交流,发挥各部门的职能优势,为审计工作的开展提供有效保障,真正落实经济责任审计问责与追责功能,从而更好地监督国有企业领导人员任职期间国有资产管理、分配和使用情况,优化国管控系统和管理层现金决策行为。此外,经济责任审计也可以完善国有企业激励机制。《经济责任审计新规》第四十四条进一步指出审计机关出具的审计结果将作为国有企业管理层考核、任免、奖惩的参考,并将经济责任审计结果与国有企业高管的政治晋升、薪酬激励挂钩,客观的业绩考核可以加强对管理层权力运行的激励作用,促进公共经济权力运行阳光,弥补了国有企业激励不足的缺陷。为了完成绩效考核、实现自身升迁,国有企业管理层将更加重视经济责任履职情况,积极提高国有资金利用效率与公司治理水平,减少其掏空或侵占国有现金资产行为,主动抑制由其代理动机引发的现金持有水平,降低了管理层“庸懈怠”行为对公司价值的损害。综上所述,经济责任审计作为减少代理成本的有效机制,可以完善企业治理机制,缓解由代理问题引发的国有企业现金持有动机,降低企业现金

持有水平,最终提升公司价值。基于此,本文提出假说H3:

H3:《经济责任审计新规》能够优化国有企业现金持有水平,进而提升公司价值。

三、研究设计

(一)样本选取与数据来源

本文以2019年《经济责任审计新规》的颁布为准自然实验,选取2016—2021年沪深A股上市公司为样本,考察经济责任审计对国有企业现金持有的影响。剔除ST、*ST、金融类企业以及关键变量数据缺失样本后,最终得到20078个公司-年度观测值。此外,为了排除异常值对回归结果的影响,本文使用Winsorize对连续变量进行1%和99%分位的缩尾处理,同时在公司层面上选择聚类稳健标准误(Cluster)修正异方差和序列相关问题。文中相关数据来自CSMAR数据库。

(二)模型设定与变量定义

为了检验经济责任审计对国有企业现金持有水平的影响,本文利用2019年《经济责任审计新规》这一准自然实验,参考杨兴全和尹兴强(2018)的研究设计,建立如下回归模型:

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DID_{i,t} + \beta_2 CONTROLS_{i,t} + \mu_i + \phi_t + \xi_{i,t} \quad (1)$$

其中,下标*i*和*t*分别表示企业和年份。被解释变量*CASH_{i,t}*表示企业*i*在*t*年的现金持有水平。*POST*为《经济责任审计新规》实施前后的虚拟变量,2019年之前设定为0,2019年及之后设定为1;*TREAT*为企业*i*是否属于经济责任审计实施主体的虚拟变量,若为国有企业则设定为1;若为非国有企业,则设定为0。*DID*为*POST*与*TREAT*的交互项,是《经济责任审计新规》的政策实施评估变量,其系数 β_1 反映经济责任审计对国有企业现金持有的政策效果,据前文理论分析,本文预期 β_1 显著为负,即经济责任审计显著降低国有企业现金持有水平。

参考已有文献的做法(杨兴全和尹兴强,2018;程博等,2023),本文控制了其他因素对企业现金持有水平的影响,选取成长性(*GROWTH*)、企业规模(*SIZE*)、资本支出(*CAPEX*)、财务杠杆(*LEV*)、企业上市年龄(*AGE*)、第一大股东持股比例(*LARGE*)、独立董事占比(*INDR*)、营运资本(*NWC*)、经营活动现金流(*CFO*)、人均GDP(*GDPP*)、两职合一(*DUAL*)等作为控制变量,定义如表1所示。模型还控制了公司固定效应 μ_i 和年度固定效应 ϕ_t ,以此防止遗漏变量带来的内生性问题。 $\xi_{i,t}$ 为模型的随机误差项。

(三)描述性统计

本文变量的描述性统计结果分析显示(见表2),样本企业现金持有水平(*CASH*)的均值为0.336,最大值为2.471,最小值为0.018,标准差为0.400,说明样本企业现金持有水平存在较大差异。时点变量*POST*的均值为0.562,说明《经济责任审计新规》实施影响的样本企业占总观测值的56.2%;组别变量*TREAT*的均值为0.302,说明国有企业数据占总观测值的30.2%。代理成本*AC*的均值为8.584,最大值为39.710,最小值为6.646,说明样本企业代理问题严重程度存在较大差异。公司价值*TOBINQ*的均值为-0.051,最小值为-0.397,最大值为8.237,说明样本企业的公司价值差距较大。其他变量的统计分析结果与已有研究基本一致。

四、实证结果与分析

(一)基准回归检验结果

表3汇报了经济责任审计对国有企业现金持有水平影响的基准回归结果。列(1)列示了不加入控制变量,仅控制公司和年度固定效应的检验结果,*DID*的系数为-0.017,在10%水平上显

表1 变量定义

变量符号	变量定义
<i>CASH</i>	现金持有, (货币资金+交易性金融资产)/(总资产-货币资金-交易性金融资产)
<i>AC</i>	代理成本, 管理费用与销售费用之和占营业收入的百分比
<i>TOBINQ</i>	公司价值, 经年度行业中位数调整后的市值与总资产之比
<i>DID</i>	<i>POST</i> 与 <i>TREAT</i> 的交互项
<i>POST</i>	经济责任审计实施虚拟变量, 样本观测值为2019年及之后设定为1, 否则设定为0
<i>TREAT</i>	产权性质, 根据企业实际控制人的性质来确定, 若为国有企业设定为1, 否则设定为0
<i>GROWTH</i>	成长性, (资产总计本期期末值-资产总计本期期初值)/资产总计本期期初值
<i>SIZE</i>	企业规模, 总资产的自然对数
<i>CAPEX</i>	资本支出, (购建固定资产、无形资产与其他长期资产所支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额-处置子公司及其他营业单位收到的现金净额)/非现金资产
<i>LEV</i>	财务杠杆, 年末总负债/年末总资产
<i>AGE</i>	企业上市年龄, 企业上市时间的自然对数
<i>LARGE</i>	第一大股东持股比例, 年末第一大股东持股数量/总股本
<i>INDR</i>	独立董事占比, 独立董事人数/董事会总人数
<i>NWC</i>	营运资本, 净营运资本与净资产的比率
<i>CFO</i>	经营活动现金流, 企业经营活动产生的现金流量净额/非现金资产
<i>GDPP</i>	人均GDP, 公司所处地区的人均国内生产总值的自然对数
<i>DUAL</i>	两职合一, 若董事长和总经理兼任设定为1, 否则设定为0

表2 变量描述性统计

变量	<i>N</i>	<i>MEAN</i>	<i>S.D</i>	<i>MIN</i>	<i>MEDIAN</i>	<i>MAX</i>
<i>CASH</i>	20078	0.336	0.400	0.018	0.203	2.471
<i>AC</i>	20078	8.584	6.874	0.996	6.646	39.710
<i>TOBINQ</i>	20078	-0.051	1.721	-2.897	-0.397	8.237
<i>DID</i>	20078	0.163	0.369	0.000	0.000	1.000
<i>POST</i>	20078	0.562	0.496	0.000	1.000	1.000
<i>TREAT</i>	20078	0.302	0.459	0.000	0.000	1.000
<i>GROWTH</i>	20078	0.190	0.354	-0.373	0.096	2.017
<i>SIZE</i>	20078	21.530	1.453	18.410	21.38	25.750
<i>CAPEX</i>	20078	0.057	0.064	-0.101	0.041	0.288
<i>LEV</i>	20078	0.411	0.204	0.059	0.399	0.938
<i>AGE</i>	20078	2.044	0.979	0.000	2.197	3.332
<i>LARGE</i>	20078	0.333	0.145	0.085	0.310	0.736
<i>INDR</i>	20078	0.378	0.053	0.333	0.364	0.571
<i>NWC</i>	20078	0.363	0.482	-1.966	0.434	1.655
<i>CFO</i>	20078	0.064	0.089	-0.188	0.059	0.373
<i>GDPP</i>	20078	11.360	0.402	10.480	11.390	12.120
<i>DUAL</i>	20078	0.318	0.466	0.000	0.000	1.000

著为负。列(2)进一步控制相关变量, *DID*的系数为-0.054, 且在1%的水平上显著为负, 说明《经济责任审计新规》实施可以显著降低国有企业现金持有水平。就其经济意义来看, 由于企业现金持有水平(*CASH*)的均值为0.336, 这意味着受《经济责任审计新规》实施影响的企业现

金持有水平平均降低了16.07%。基准回归结果表明,经济责任审计显著降低了国有现金持有水平,验证了本文研究假说H1。其可能的原因在于,经济责任审计通过鉴证与监控公共经济权力运行情况,揭露并查处管理层权力滥用行为,约束了国有企业内部人的利益攫取行为,从而有效抑制由代理问题引发的国有企业管理层的持现动机。

表3 经济责任审计影响企业现金持有的基准回归结果

变量	(1)	(2)
<i>DID</i>	-0.017 [*] (-1.824)	-0.054 ^{***} (-5.951)
<i>GROWTH</i>		0.130 ^{***} (13.858)
<i>SIZE</i>		-0.039 ^{***} (-4.916)
<i>CAPEX</i>		-0.327 ^{***} (-7.466)
<i>LEV</i>		-0.268 ^{***} (-6.993)
<i>AGE</i>		-0.022 [*] (-1.821)
<i>LARGE</i>		0.107 [*] (1.789)
<i>INDR</i>		-0.183 ^{***} (-3.020)
<i>NWC</i>		0.109 ^{***} (10.243)
<i>CFO</i>		0.611 ^{***} (16.028)
<i>GDPP</i>		-0.069 [*] (-1.842)
<i>DUAL</i>		0.012(1.579)
公司/年度固定效应	控制	控制
常数项	0.335 ^{***} (75.117)	1.997 ^{***} (4.210)
<i>N</i>	20078	20078
<i>Adj. R²</i>	0.029	0.160
<i>F</i>	77.995	72.862

注:括号内为*t*值,***、**、*分别表示1%、5%和10%的水平上显著,各列均经企业层面的cluster调整,下表同。

(二) 机制分析检验结果

已有研究表明,企业较高的现金持有往往对应较低的治理水平(杨兴全等,2016),考虑到国家审计的“经济体检职责”与国有企业“所有者缺位”引致的严重的代理问题等多重现实背景,经济责任审计作为中国特色的审计制度,能否充分发挥其外部治理功能,通过抑制代理成本进而降低企业现金持有水平,对于认识经济责任审计的政策作用渠道至关重要。鉴于此,为了验证研究假说H2,本文借鉴已有研究做法(Fonseca, 2023; 陈胜蓝等, 2023),采用两阶段回归法检验其作用机制,构建如下回归模型:

$$AC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DID_{i,t} + \beta_2 CONTROLS_{i,t} + \mu_i + \phi_t + \xi_{i,t} \quad (2)$$

$$CASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AC - fitted_{i,t} + \beta_2 CONTROLS_{i,t} + \mu_i + \phi_t + \xi_{i,t} \quad (3)$$

第一阶段通过构建模型(2)来检验经济责任审计对国有企业代理成本的影响。其中,模型(2)的被解释变量*AC*表示代理成本,本文采用管理费用与销售费用之和占营业收入的百分比衡量代理成本,该数值越大,代理成本越高。根据模型(2)的回归结果,可以得到*AC*的预测值*AC-fitted*,并用其替换模型(1)中的交互项*DID*,得到模型(3),用以检验经济责任审计带来的代理成本变化对国有企业现金持有水平的影响。模型(2)和(3)中控制变量定义同模型(1)。

表4汇报了经济责任审计影响企业现金持有的机制分析检验结果。列(1)的被解释变量为代理成本(*AC*),*DID*的回归系数为-0.216(*t*=-1.784),且在10%水平上显著为负,这意味着与非国有企业相比,经济责任审计可以有效震慑管理层失职、渎职行为,显著缓解了国有企业代理

问题;列(2)的被解释变量为企业现金持有水平(CASH),AC-fitted的回归系数为0.252($t=5.951$),且在1%水平上显著为正,这意味着由《经济责任审计新规》实施带来的代理成本减少能够进一步显著降低国有企业现金持有水平,验证了本文的研究假说H2。

(三)经济后果检验结果

已有研究表明,企业过高的现金持有水平可能因为经理人无效投资而降低企业价值,而较低水平的现金持有可能因公司治理不善,最终降低企业价值(Harford等,2008)。前文研究发现,经济责任审计可以通过降低代理成本渠道抑制国有企业现金持有水平。那么,《经济责任审计新规》的实施是否通过降低企业现金持有水平进而提升企业价值,是个值得检验的问题。鉴于此,为了验证研究假说H3,本文构建模型(4)和(5)进一步检验经济责任审计对国有企业现金持有的影响是否最终提升了公司价值。

$$TOBINQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DID_{i,t} + \beta_2 CONTROLS_{i,t} + \mu_i + \phi_t + \xi_{i,t} \quad (4)$$

$$TOBINQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CASH - fitted_{i,t} + \beta_2 CONTROLS_{i,t} + \mu_i + \phi_t + \xi_{i,t} \quad (5)$$

本文通过建立模型(4)和(5)来检验经济责任审计对公司价值的影响。其中,被解释变量TOBINQ为公司价值,参考杨兴全和尹兴强(2018)的做法,先计算市场价值与重置成本的比值,随后利用经年度和行业均值调整后的比值衡量公司价值。模型(5)中的CASH-fitted为模型(1)中CASH的预测值。模型(4)和(5)中控制变量定义同模型(1)。

表5汇报了经济责任审计影响企业现金持有的经济后果检验结果。从回归结果可以看出,列(1)中DID的回归系数为0.157($t=3.963$),且在1%水平上显著为正,这意味着《经济责任审计新规》实施后,国有企业公司价值显著提升;列(2)中CASH-fitted的回归系数为-2.895($t=-3.963$),且在1%水平上显著为负,这意味着《经济责任审计新规》实施带来的国有企业现金持有水平的降低能够进一步提高国有企业公司价值,验证了本文的研究假说H3。综上可知,经济责任审计在降低国有企业现金持有水平的同时,也有助于提升国有企业公司价值,体现出经济责任审计在预防腐败、实现国有资产保值增值方面的重要作用。

表4 经济责任审计影响企业现金持有的机制分析检验结果

变量	(1)	(2)
	AC	CASH
DID	-0.216*(-1.784)	
AC-fitted		0.252*** (5.951)
控制变量 ^①	控制	控制
公司/年度固定效应	控制	控制
常数项	22.573*** (2.978)	-3.684*** (-3.427)
N	20078	20078
Adj. R ²	0.156	0.160
F	93.895	72.862

表5 经济责任审计影响企业现金持有的经济后果检验

变量	(1)	(2)
	TOBINQ	TOBINQ
DID	0.157*** (3.963)	
CASH-fitted		-2.895*** (-3.963)
控制变量	控制	控制
公司/年度固定效应	控制	控制
常数项	0.457(0.197)	6.240** (2.191)
N	20078	20078
Adj. R ²	0.032	0.032
F	14.678	14.678

五、稳健性检验

(一)平行趋势检验

本文构建DID模型检验经济责任审计对国有企业现金持有水平的动态影响。在使用双重差

①限于篇幅,本文不再汇报控制变量的回归结果,留存备索。

分法进行回归分析之前,首先要满足平行趋势假定,即处理组和控制组在政策实施前应具有趋势上的一致性,图1汇报了平行趋势检验结果。据图1可知,事件前双重差分系数接近于0且不显著,而在事件后双重差分系数显著异于0。因此,本文使用双重差分模型来验证经济责任审计对企业现金持有水平的影响是有效的。

(二) 倾向得分匹配检验^①

为了缓解模型设定偏误问题的影响,本文将倾向得分匹配方法与双重差分法结合进行稳健性检验。具体而言,本文选取成长性(*GROWTH*)、企业规模(*SIZE*)、资本支出(*CAPEX*)、财务杠杆(*LEV*)、营运资本(*NWC*)、经营活动现金流(*CFO*)、两职合一(*DUAL*)等为匹配特征变量进行1:1和1:2可重复最近邻匹配,匹配后各列交互项*DID*的系数均显著为负,这表明在排除模型设置偏误后,PSM-DID的回归结果与基准回归结果一致,本文研究假说H1再次得到了很好支持。

(三) 安慰剂检验

为了排除偶然因素对基准回归的影响,本文进一步借鉴张玲等(2024)的做法,采用随机抽取交互项的方法进行安慰剂检验,并将上述过程重复500次,安慰剂检验的估计系数分布如图2所示。可以发现,交互项*DID*的虚假估计系数落在0值附近且服从正态分布,基准回归系数-0.054位于整个分布之外,这意味着经济责任审计对随机抽取的企业的现金持有水平负向影响已不存在,符合安慰剂检验预期,可以排除随机因素对回归的影响,再次验证了基准回归结果的稳健性。

(四) 改变变量测量的检验^②

为了避免指标度量方式对回归结果的影响,本文借鉴杨兴全和尹兴强(2018)、程博等(2023)关于公司现金持有水平的定义,将被解释变量替换为现金及现金等价物除以非现金资产(*CASH1*)、货币资金与交易性金融资产之和除以总资产(*CASH2*)重新对模型(1)进行回归,更换被解释变量的回归结果与基准回归结果一致,证明了《经济责任审计新规》实施将显著降低国有企业现金持有水平,验证了回归结果的稳健性。

(五) 扩大样本期间的检验^③

本文将样本期间扩大至2015—2022年后对模型(1)进行检验,不同现金持有水平衡量方式下,交互项*DID*均在1%水平上显著为负,说明与《经济责任审计新规》实施前相比,《经济责任审计新规》实施后企业现金持有水平显著降低,强有力地支持本文研究假说H1。

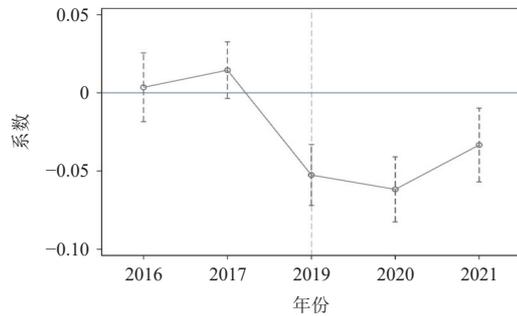


图1 经济责任审计与企业现金持有：平行趋势检验

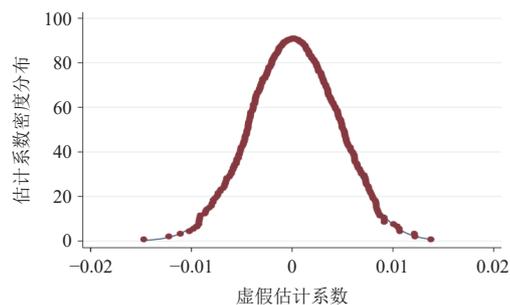


图2 安慰剂检验

①限于篇幅,回归结果未列示,留存备案。

②限于篇幅,回归结果未列示,留存备案。

③限于篇幅,回归结果未列示,留存备案。

(六) 超额现金持有水平检验^①

经济责任审计作为一项重要的外部治理机制,能够揭露并查处管理层利益攫取行为,对管理层具有强大的震慑力,因而可以抑制由代理问题引致的超额现金持有水平,从而降低国有企业现金持有水平,提升企业价值。鉴于此,为识别《经济责任审计新规》实施对超额现金持有水平(DCASH)的影响,增强文章结论的稳健性,本文参考董红杰和王聪聪(2024)的做法,使用公司实际现金持有水平与行业均值之差衡量超额现金持有水平,回归结果中交互项DID系数依旧显著为负。这说明经济责任审计可以减少管理层自利行为所导致的公司超额现金持有,再次证实了经济责任审计在防止国有资金无效流失、实现国有企业健康发展方面的重要作用,进一步验证了本文的研究假说H1。

六、异质性分析

前文研究表明,在《经济责任审计新规》实施后,国有企业现金持有水平通过减少代理成本这一路径得到了有效抑制。然而经济责任审计产生的治理效应在不同治理情境下可能有所差异,因此本文进一步从机构投资者持股比例、外部审计质量、董事长晋升动机三个维度考察经济责任审计对企业现金持有水平的影响是否存在异质性。首先,机构投资者作为公司治理的重要组成部分,主要通过公司内部机制与控制权市场两种形式参与公司治理,对提高公司治理水平具有积极影响(Bertrand和Mullainathan, 2001),且其持股比例与公司市场价值、公司业绩显著正相关(李维安和李滨, 2008)。有效监督假说认为,机构投资者可以通过监督管理层进而约束管理层行为、缓解企业代理问题,有利于改善我国国有企业“一股独大”的股权结构,进而影响国有企业现金持有决策。鉴于此,有必要进一步检验经济责任审计对企业现金持有水平的降低作用是否与机构持股比例相关。本文以机构持股比例的中位数为标准,将总样本分为机构持股比例高组和机构持股比例低组,分组检验结果列示于表6列(1)和列(2)。从回归结果可以看出,在机构持股比例高组,DID的系数在1%水平上显著为负($\beta = -0.041, t = -4.526$);而在机构持股比例低组,DID的系数在5%水平上显著为正($\beta = 0.028, t = 2.035$),这表明经济责任审计与现金持有的负相关关系在机构持股比例高的企业才显现。其原因在于,随着持股比例的上升,机构投资者越有动机放弃“用脚投票”的消极方式,而选择“用手投票”的积极方式参与公司治理,且机构投资者持股比例越高,越能实质性影响企业财务决策,促进公司信息公开透明,进而缩小企业内外部信息鸿沟,对企业具有更强的治理效应(周绍妮等, 2017),因而本文捕捉到在机构投资者持股比例高的样本中,经济责任审计抑制现金持有的作用更为明显。

其次,社会审计作为外部治理机制的重要组成部分,对缓解信息不对称、提高信息透明度具有积极作用(Fan和Wong, 2005)。声誉理论认为,与非“十大”会计师事务所相比,“十大”会计师事务所考虑到违规引致的声誉损失,更愿意提高审计的独立性与质量,审计的企业信息披露质量更高,出现违规和舞弊等不良现象的概率更低,因而更能有效约束管理层机会主义行为,将对企业现金持有决策产生影响。据此,本文将是否由“十大”审计(含国际四大)作为外部审计质量的代理变量,根据是否由“十大”会计师事务所审计将总样本区分为外部审计质量高和外部审计质量低两组进行回归,分组检验结果列示于表6列(3)和列(4)。从回归结果可以看出,在外部审计质量高组,DID的系数在1%水平上显著为负($\beta = -0.027, t = -2.794$);而在外部

^①限于篇幅,回归结果未列示,留存备案。

审计质量低组, *DID*的系数不显著 ($\beta=0.004, t=0.312$), 这表明企业在面对“十大”审计时, 《经济责任审计新规》的实施显著降低企业现金持有水平, 同样意味着政府审计与外部审计的协同治理作用得到有效发挥。

最后, 由于我国国有企业高管“亦官亦商”的特征, 国有企业高管易受到政治晋升激励的影响。已有研究表明, 高管政治晋升与其任期内的公司业绩呈正相关 (Cao等, 2019)。为了提高国有企业经济绩效考核的成绩, 对晋升激励敏感的管理者倾向于遏制其机会主义动机, 以企业价值最大化为目标, 进而影响国有企业现金持有决策。通常而言, 当董事长年龄大于55岁时, 退休时日将近, 晋升动机较弱, 而董事长年龄小于55岁时被提拔的可能性更大, 因此具备更强的晋升激励敏感性, 晋升动机较强。因此, 本文参考刘猛等 (2020) 的做法, 根据董事长年龄是否大于55岁将总样本区分为晋升动机弱和晋升动机强两组, 分组检验结果列示于表6列 (5) 和列 (6)。从回归结果可以看出, 在晋升动机弱组, *DID*的系数不显著 ($\beta=0.005, t=0.517$); 而在晋升动机强组, *DID*的系数在1%水平上显著为负 ($\beta=-0.042, t=-3.941$), 这表明经济责任审计与现金持有的负相关关系在晋升动机强的样本中更为明显。其原因在于, 晋升动机越强, 也更有动机克服自身私人利益行为, 提升企业绩效, 因而本文捕捉到晋升动机强的样本中, 经济责任审计显著降低现金持有水平的作用更为明显。

表6 异质性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	机构持股比例高	机构持股比例低	十大审计	非十大审计	晋升动机弱	晋升动机强
<i>DID</i>	-0.041*** (-4.526)	0.028** (2.035)	-0.027*** (-2.794)	0.004 (0.312)	0.005 (0.517)	-0.042*** (-3.941)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司/年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	0.424*** (4.304)	0.959*** (7.729)	0.412*** (4.074)	0.744*** (6.142)	0.203* (1.894)	0.803*** (7.264)
<i>N</i>	10314	9764	12101	7977	9475	10603
<i>Adj. R</i> ²	0.352	0.356	0.376	0.302	0.376	0.331
<i>F</i>	329.929	318.885	429.635	204.025	337.292	309.122
<i>SUE</i> 检验	<i>p-value</i> =0.000		<i>p-value</i> =0.033		<i>p-value</i> =0.001	

七、研究结论

现金持有决策是关乎企业发展的重要财务决策之一, 但现金的高流动性易滋生管理层代理问题, 国有企业较高的剩余索取权与最终控制权分离度使其存在更为严重的权力寻租与利益侵占问题, 管理层可能倾向于将现金类资产转化为实物资产, 不仅造成企业现金资产无效损耗与流失, 也会降低投资者对企业价值的评价。因此国有企业能否引入高质量的外部治理机制以缓解代理问题对企业现金持有决策与国有资本运行效率的影响至关重要。本文从经济责任审计这一国有资产(资本)监管体制出发, 基于我国2016—2021年沪深A股上市公司样本数据, 采用双重差分法实证检验了经济责任审计与国有企业现金持有水平的因果关系, 并且从代理成本视角分析其作用机理。基准回归结果发现, 《经济责任审计新规》的实施显著降低了国有企业现金持有水平。机制分析结果发现, 减少国有企业代理成本是《经济责任审计新规》发挥

治理效应所依赖的重要渠道,《经济责任审计新规》通过鉴证与监控公共经济权力运行情况、提高经济责任审计时效性,减少了管理层基于代理动机的现金持有行为,进而促使企业现金持有水平降低。经济后果检验发现,经济责任审计对国有企业现金持有水平的抑制效果最终将提升公司价值,有助于实现企业健康发展和经营性国有资产保值增值。横截面检验结果发现,经济责任审计与国有企业现金持有的负相关关系在机构投资者持股比例高、外部审计质量高、管理者晋升动机强的企业中更为显著。本文证实了2019年两办为适应新形势新要求而修订的《经济责任审计新规》确实可以发挥“查病”和“治已病,防未病”功效,优化国有企业资产配置行为,为党的二十大报告提出的“健全监督体系,完善权力监督制约机制”提供经验证据。

本文的研究结果有如下理论及政策启示:第一,本文有助于从经济责任审计这一外部监管角度丰富企业现金持有水平影响因素的文献,亦识别了经济责任审计对代理成本的遏制效应。经济责任审计已成为国有企业防止资金无效流失、实现资产提质增效的新路径,审计机关应持续关注国有企业财务决策行为,揭露管理层利用公共权力的不当谋利之举,同时如实汇报国有企业管理层的贡献,坚持严管和厚爱结合、激励和约束并重,弥补国有企业监督与激励机制的不足,实现经济责任审计制度与国有企业管理层选拔任用制度的有效耦合,促进国有企业焕发出新活力。第二,本文发现经济责任审计的治理效应在机构投资者持股比例高、外部审计质量高、管理者晋升动机强的企业中更为明显,表明国有企业治理应当在发挥政府审计资本监管作用的同时,积极引入其他外部治理力量,多管齐下预防管理层谋求自身利益而损害企业利益的代理行为,实现各外部治理机制的优势互补融合,缓解国有企业内部治理机制的不足,真正将“权力关进制度的笼子里”,进而提高企业运行效率,优化国有资金配置,推动国有资本做优做强。第三,本文发现经济责任审计可抑制管理层机会主义行为进而降低企业代理动机带来的现金增持,且企业现金持有水平的降低将进一步促进公司价值的提升。鉴于此,审计部门应聚焦经济责任审计,不断完善资本监管与审计监督体系,做好常态化“经济体检”,适当提高经济责任审计的频率,建立对国有资本的经常性经济责任审计,以督促国有企业贯彻落实审计发现问题的整改情况,加大对于问题未整改或重复再犯的国有企业管理层的惩罚力度,并将整改情况纳入绩效考核范围,保证经济责任审计“经济体检”效果的持续发挥,以强力有效的审计监督服务推动国家治理体系和治理能力现代化。

主要参考文献:

- [1] 蔡春,谢柳芳,王彪华. 经济责任审计与地方政府治理——以环境污染为视角[J]. 厦门大学学报(哲学社会科学版),2020,(2).
- [2] 陈凌云,黄子迎,苏恒亦. 国有资本经营预算实施如何影响地方国企现金持有?[J]. 北京工商大学学报(社会科学版),2024,(3).
- [3] 陈胜蓝,王鹏程,马慧,等. 《中小企业促进法》的纾困效应:产品市场表现视角[J]. 世界经济,2023,(9).
- [4] 程博,熊婷,殷俊明. 司法环境改善与公司现金持有[J]. 会计研究,2023,(5).
- [5] 董红杰,王聪聪. 债务来源异质性会抑制企业超额现金持有水平吗?[J]. 经济经纬,2024,(1).
- [6] 傅顺,王正位,王宇桐,等. 数字金融如何影响企业现金持有?[J]. 审计与经济研究,2023,(4).
- [7] 后小仙,赵中伟. 经济责任审计与领导干部选拔任用的制度耦合[J]. 中国行政管理,2016,(3).
- [8] 胡智强,余冬梅. 经济责任审计制度的定位与规范重塑——以十九大报告关于改革审计管理体制精神为基点[J]. 审计与经济研究,2018,(1).
- [9] 黄溶冰,单建宁,时现. 绿色经济视角下的党政领导干部经济责任审计[J]. 审计研究,2010,(4).
- [10] 李维安,李滨. 机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于CCGI^{NK}的经验研究[J]. 南开管理评论,2008,(1).

- [11] 林毅夫,李志赞. 中国的国有企业与金融体制改革[J]. 经济学(季刊),2005,(4).
- [12] 刘慧龙. 控制链长度与公司高管薪酬契约[J]. 管理世界,2017,(3).
- [13] 刘猛,张晨宇,叶陈刚,等. 国企高管晋升激励与超额现金持有价值[J]. 外国经济与管理,2020,(2).
- [14] 牛彪,王建新. 超额雇员与实质性创新——基于国企混改的分析[J]. 经济体制改革,2022,(5).
- [15] 钱爱民,张晨宇. 国企高管政治晋升与公司现金持有:寻租还是效率[J]. 中南财经政法大学学报,2017,(5).
- [16] 秦帅,孔祥婷,谭劲松. 央企集团控股股东董事会改革与企业超额现金持有[J]. 财经科学,2023,(10).
- [17] 韦小泉,王立彦. 地方党政主要领导干部经济责任审计评价指标体系构建[J]. 审计研究,2015,(5).
- [18] 吴勋,王雨晨. 财政分权、经济责任审计功能与官员腐败——基于省级面板数据的实证研究[J]. 经济问题,2016,(12).
- [19] 杨兴全,陈飞,王丽丽. 机构投资者网络如何影响公司现金持有?——基于网络治理效应的经验证据[J]. 现代财经(天津财经大学学报),2023,(4).
- [20] 杨兴全,刘颖. 非国有股东超额委派董事与企业现金持有[J]. 商业经济与管理,2022,(12).
- [21] 杨兴全,齐云飞,吴昊旻. 行业成长性影响公司现金持有吗?[J]. 管理世界,2016,(1).
- [22] 杨兴全,杨征,陈飞. 业绩考核制度如何影响央企现金持有?——基于《考核办法》第三次修订的准自然实验[J]. 经济管理,2020,(5).
- [23] 杨兴全,尹兴强. 国企混改如何影响公司现金持有?[J]. 管理世界,2018,(11).
- [24] 叶建华,陈晓辉. 投资者情绪、有限套利与上市公司现金持有价值[J]. 运筹与管理,2023,(12).
- [25] 伊志宏,丁艳平,曹嵘. 投资者关系管理与公司现金价值[J]. 管理科学,2021,(6).
- [26] 应千伟,杨善焯,张怡. 腐败治理与国有企业代理成本[J]. 中山大学学报(社会科学版),2020,(6).
- [27] 张会丽,吴有红. 内部控制、现金持有及经济后果[J]. 会计研究,2014,(3).
- [28] 张玲,秦雪征,温舒,等. 社保费负担、创新挤出与企业生产率——基于社保费征管体制改革的研究[J]. 经济科学,2024,(1).
- [29] 张强. 经济责任审计方式对公司股价和经营业绩的影响差异研究——基于中央企业控股上市公司的经验证据[J]. 审计研究,2020,(6).
- [30] 张阳,张霖琳,蔡祺. 经济责任审计制度溢出效应促进财政资金配置效率的实证研究[J]. 财政研究,2017,(3).
- [31] 郑志刚,刘小娟,张浩,等. 社会连接视角下的“中国式”内部人控制问题研究[J]. 经济管理,2021,(3).
- [32] 周绍妮,张秋生,胡立新. 机构投资者持股能提升国企并购绩效吗?——兼论中国机构投资者的异质性[J]. 会计研究,2017,(6).
- [33] Bertrand M, Mullainathan S. Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2001, 116(3): 901–932.
- [34] Cao X P, Lemmon M, Pan X F, et al. Political promotion, CEO incentives, and the relationship between pay and performance [J]. *Management Science*, 2019, 65(7): 2947–2965.
- [35] Chen R R, Guedhami O, Yang Y, et al. Corporate governance and cash holdings: Evidence from worldwide board reforms [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2020, 65: 101771.
- [36] Dittmar A, Mahrt-Smith J. Corporate governance and the value of cash holdings [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 83(3): 599–634.
- [37] Dittmar A, Mahrt-Smith J, Servaes H. International corporate governance and corporate cash holdings [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003, 38(1): 111–133.
- [38] Fan J P H, Wong T J. Do external auditors perform a corporate governance role in emerging markets? Evidence from East Asia [J]. *Journal of Accounting Research*, 2005, 43(1): 35–72.
- [39] Fonseca J. Less mainstream credit, more payday borrowing? Evidence from debt collection restrictions [J]. *The Journal of Finance*, 2023, 78(1): 63–103.
- [40] Guney Y, Ozkan A, Ozkan N. International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings [J]. *Journal of Multinational Financial Management*, 2007, 17(1): 45–60.

- [41] Harford J, Mansi S A, Maxwell W F. Corporate governance and firm cash holdings in the US [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, 87(3): 535–555.
- [42] Jensen M C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. *The American Economic Review*, 1986, 76(2): 323–329.

Economic Responsibility Audit, Agency Costs, and State-owned Enterprises' Cash Holdings

Cheng Bo, Cai Yunfei

(*School of Accountancy, Nanjing Audit University, Jiangsu Nanjing 211815, China*)

Summary: Economic responsibility audit focuses on the management, allocation, and use of state-owned assets, strengthens the constraints and supervision of power operation, and has significant significance in urging leaders of state-owned enterprises (SOEs) to regulate the exercise of power and play the role of national audit governance. Taking the implementation of the New Regulations on Economic Responsibility Audit in 2019 as a natural experiment, this paper uses data from A-share listed companies from 2016 to 2021 to examine the impact of economic responsibility audit on SOEs' cash holdings. The empirical results show that the level of cash holdings after the New Regulations is reduced by 16.07% on average compared to that before the New Regulations. Further analysis finds that economic responsibility audit reduces cash holdings by lowering agency costs and thus ultimately enhances corporate value. Cross-sectional examination shows that when the shareholding ratio of institutional investors is high, the quality of external auditing is high, and the motivation for management promotion is strong, the negative correlation between economic responsibility auditing and cash holdings in SOEs is more pronounced. This paper provides empirical evidence of the causal relationship between economic responsibility audit and SOEs' cash holdings, which not only enriches the study of the economic consequences of economic responsibility audit, providing theoretical reference and practical guidance for deepening the reform of audit system, but also provides important implications for enhancing the governance capacity of SOEs and realizing the improvement of quality and efficiency of state-owned assets.

This paper makes the following contributions: First, it confirms the impact of economic responsibility audit on SOEs' cash holdings, and reveals the micro-governance effect of economic responsibility audit in achieving the healthy development of enterprises and the preservation and appreciation of state-owned assets, expanding the research on corporate financial decision-making. Second, the exogenous impact of the New Regulations on Economic Responsibility Audit proves the importance of economic responsibility audit in optimizing the resource allocation of SOEs, providing empirical evidence for economic responsibility audit to promote the modernization of national governance system and governance capacity.

Key words: economic responsibility audit; cash holdings; agency costs; corporate value

(责任编辑: 倪建文)